



Iran, AI & schuld: markt gokt op drievoudig goed nieuws

Friday, May 29, 2026

Available reports

- Global Financial Markets
- Global Political Analysis
- Interest Rates Outlook
- Currencies Outlook
- Monthly Chart Pack
- Gold Report
- Strategic Asset Allocation
- Tactical Asset Allocation
- Quantitative Asset Allocation
- Technical Trend Outlook
- Fund Selection

Questions or Comments?



Andy Langenkamp

+31(0)30 232 8000

ecr@ecrresearch.com

Why join ECR Research?

- ✓ Outspoken mid-term analysis
- ✓ Based on world's leading research
- ✓ +45 years' experience, 3500 readers
- ✓ 11 research titles
- ✓ Tailor made subscriptions

≡ CONTENT

1. EXECUTIVE SUMMARY	2
2. FRAGIEL KAARTENHUIS OF STEVIG FUNDAMENT?	4
3. DE HORMUZ-FACTOR	5
4. AI – SCHULDENPANACEE OF NAGEL AAN DE DOODSKIST	6
5. HET INFLATIESPOOK WAART WEER ROND	8
6. TIKKENDE TIJDBOM	11
7. VIER ROUTES	14
Broze doorvaart – kans circa 45%	15
Volle vaart – kans 20-25%	16
Naderende obligatiestorm – kans 20-25%	17
Geopolitiek aan het roer – kans 10-15%	18
8. DROMEN MAG	18



Executive summary

- » De belegger van 2026 kijkt naar drie schermen tegelijk. Op het eerste scherm staan Iran, olie en inflatie; op het tweede AI, datacenters en torenhoge winstverwachtingen; op het derde kruipt de schuldmeter steeds verder richting rood.
- » Het rapport draait om drie vragen. Blijft de Straat van Hormuz open, levert AI echte productiviteitswinst op en blijven de schulden van ontwikkelde economieën financierbaar?
- » Een akkoord tussen Washington en Teheran kan de olieprijs drukken en markten tijdelijk lucht geven. Maar zo'n akkoord lost niet automatisch de vragen op rondom het Iraanse nucleaire dossier, de Israëlische veiligheidszorgen, sancties, proxies en regionale machtsstrijd.
- » Hormuz is een bijna onmisbare slagader van de wereldeconomie. Wie de doorvaart raakt, raakt energieprijzen, inflatieverwachtingen, centrale banken, Europese industriemarges en de begrotingsruimte van olie-importerende landen.
- » De markt snakt naar een simpel verhaal: akkoord, olie omlaag, risk-on. Maar in het Midden-Oosten verloopt bijna niets lineair; duurzame normalisering vereist o.a. veilige scheepvaart, naleving van afspraken en acceptatie door meerdere regionale spelers.
- » AI is de hoopknop van markten. Zolang beleggers geloven dat AI winstmarges en productiviteit structureel verhoogt, kunnen aandelen veel geopolitieke en macro-economische stress negeren.
- » Toch is AI geen gratis reddingsboei. De technologie vraagt enorme investeringen in onder meer chips, datacenters, stroom, koeling, glasvezel en transformatoren, waardoor zij vóór brede productiviteitswinst ook inflatoir en renteverhogend kan werken.
- » De AI-keten is bovendien geopolitiek. Exportbeperkingen, ASML, Taiwanese foundries, Amerikaanse GPU's, Chinese alternatieven, energiecontracten en netcapaciteit maken AI tot een machtsinstrument, niet alleen tot een marktverhaal.
- » Inflatie is opnieuw politieker geworden. Zij wordt niet alleen bepaald door vraag en aanbod, maar ook door zeestraten, pijpleidingen, tarieven, defensie-uitgaven, migratiebeleid, klimaatadaptatie, datacenters en industriepolitiek.
- » Centrale banken blijven belangrijk, maar de Fed kan geen tanker door Hormuz sturen, de ECB geen Qatarees LNG omleiden en de Bank of England geen chips produceren.
- » Schuld is misschien wel de gevaarlijkste variabele. Hormuz schreeuwt, AI schittert, maar schuld tikt onverstoort door tot de bom barst.

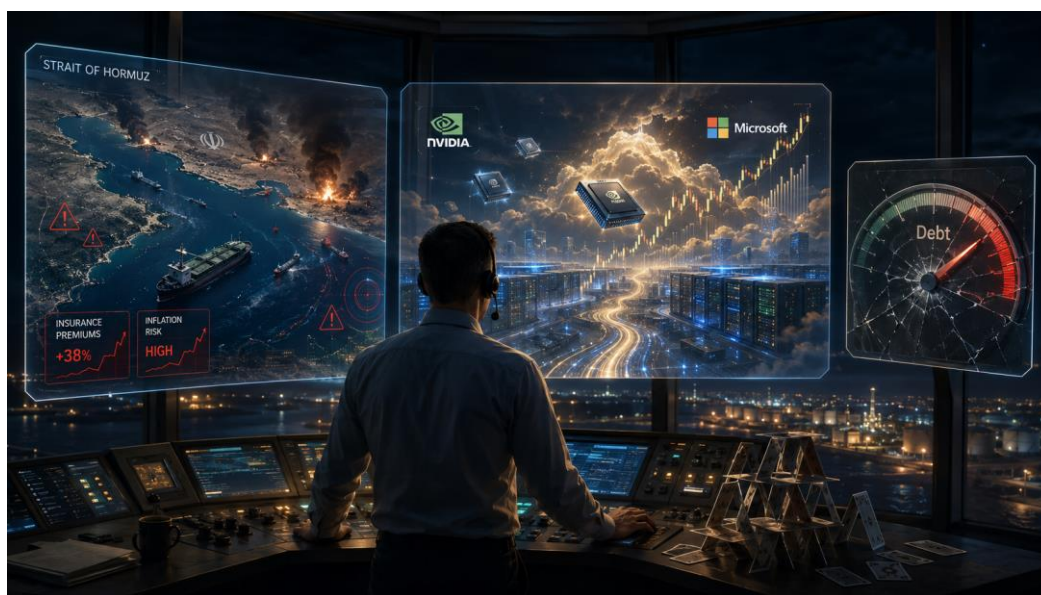


- » Ontwikkelde economieën hebben de staat jarenlang als schokdemper gebruikt. Financiële crisis, pandemie, energiecrisis, oorlog, industriebeleid, klimaatadaptatie en vergrijzing zijn allemaal op de begroting terechtgekomen; nu hogere rentes terug zijn, wordt de ruimte daarvoor kleiner.
- » Ons basisscenario is **Broze doorvaart**. Hormuz kan deels normaliseren en AI kan aandelen blijven dragen, maar de geopolitieke risicopremie verdwijnt niet volledig en obligatiemarkten blijven de bovengrens bepalen.
- » Vier scenario's laten zien hoe het marktnarratief kan kantelen. In **Broze doorvaart** krijgen markten lucht maar geen echte rust; in **Volle vaart** vallen geopolitieke ontspanning en AI-productiviteit gunstig samen; in **Naderende obligatiestorm** grijpen rente en schuld in; en in **Geopolitiek aan het roer** keert de oorlogspremie terug.
- » Voor beleggers en bedrijven is de les niet om één voorspelling te omarmen, maar om kantelpunten te volgen. Belangrijke signalen daarvoor zijn fysieke doorstroming door Hormuz, olie- en LNG-prijzen, inflatieverwachtingen, obligatieveilingen, AI-capex, bewijs van productiviteitsgroei, centrale-bankcommunicatie en de uitvoering van een Iran-akkoord.



Fragiel kaartenhuis of stevig fundament?

De belegger van 2026 lijkt op een luchtverkeersleider. Op het ene scherm: Hormuz, Iran, Israël, Amerikaanse luchtaanvallen, olie, verzekeringspremies en centrale bankiers die naar knipperende inflatielampjes staren. Op het andere scherm: AI, Nvidia, Microsoft, datacenters, chips en aandelenkoersen die alvast gouden bergen verdisconteren. Ergens daarnaast staat nog een kleiner metertje waarvan de naald gestaag verder in het rood kruipt: schuld.



Voor markten kruisen drie verhalen elkaar. Het eerste is geopolitiek: normaliseert Hormuz, of blijft het Midden-Oosten een inflatiebom met een korte lont? Het tweede is technologisch: wordt AI het productiviteitswonder dat almaar hogere investeringen en waarderingen rechtvaardigt, of vooral een kapitaal- en energieveelvrater die later misselijk boven de toiletspot hangt? Het derde is politiek-economisch: blijven ontwikkelde economieën financierbaar in een wereld die tegelijk meer defensie, meer energiezekerheid, meer industriebeleid, meer zorg, meer klimaatadaptatie en hogere rentelasten eist?

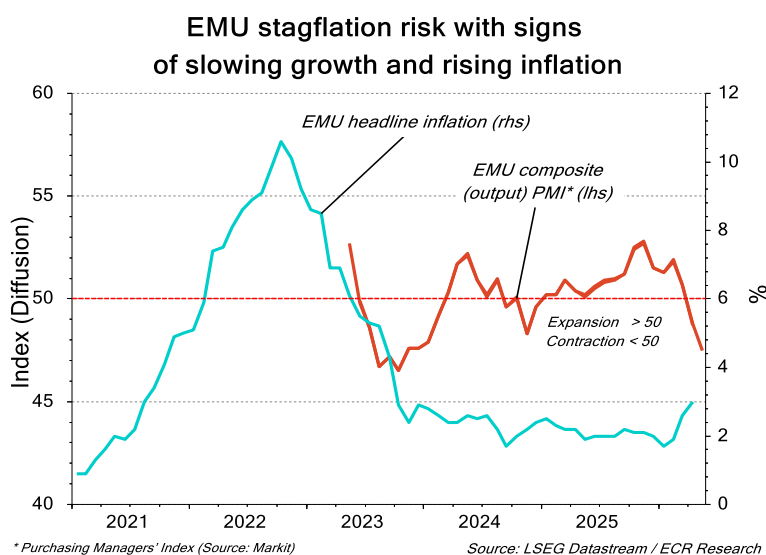
De Iran-oorlog en afsluiting van de Straat van Hormuz was een acute stresstest van het financiële kaartenhuis. Schuld test het structureel. AI kan het kaartenhuis op stevigere fundamenten zetten. Dit rapport draait daarom om drie vragen: blijft Hormuz open, levert AI echte productiviteitswinst op en blijven schulden financierbaar?



De Hormuz-factor

Wat betreft het eerste verhaal, een diplomatieke doorbraak tussen Washington en Teheran lijkt op handen. Een akkoord kan olieprijsen drukken, inflatiezorgen kalmeren en een risk-on-houding op de financiële markten voeden. Maar het brengt niet vanzelf een (blijvende) oplossing voor o.a. het nucleaire dossier, het Iraanse rakettenarsenaal, de Israëlische veiligheidsperceptie, de rol van Iraanse proxies, het sanctievraagstuk (inclusief de bevroren Iraanse tegoeden) en regionale machtsstrijd.

De markten handelen alsof een diplomatieke doorbraak automatisch betekent dat de energiecrisis verdwijnt. Dat is gevaarlijk kort door de bocht. We hebben de afgelopen maanden gezien dat Hormuz een bijna onontbeerlijke slagader is voor de wereldeconomie. Wie Hormuz raakt, raakt de CPI-mandjes van Londen, Frankfurt en Mumbai; de marges van de Europese industrie; de begrotingsruimte van olie-importerende opkomende markten; en de renteverwachtingen van centrale banken.



De huidige status blijft onzeker. De laatste ontwikkelingen op het moment van schrijven wijzen op een mogelijk raamwerk in fasen: eerst verlenging van de wapenstilstand, dan normalisering van de Straat van Hormuz, daarna een bredere onderhandelingsperiode over nucleaire en regionale kwesties. Zo'n beperkt raamwerk zal de nodige gaten bevatten en een echte nucleaire deal is zeer complex.

Een diplomatieke overeenkomst is sowieso pas een eerste stap. Een akkoord zal olie- en gasprijzen weliswaar verlagen, maar pas bij duurzame naleving zullen risicopremies terugvallen naar de niveaus van voor de oorlog (als dat al gebeurt).

Andere landen met tegenstrijdige belangen spelen hierbij ook een rol. Saudi-Arabië en de VAE willen geen onbeheersbare oliecrisis die vraag vernietigt, maar ook geen olieprijsval die hun begrotingen ondermijnt. China is 's werelds grootste fossiele-brandstoffenimporteur, een belangrijke afnemer van



Iraanse olie en strategische concurrent van de VS. Beijing heeft belang bij lagere olieprijs, maar ook bij een Midden-Oosten waarin Amerikaanse macht niet te soepel wordt hersteld. Voor Rusland spekken hoge energieprijzen de staatskas en leidt chaos Amerikaanse aandacht af, maar een wereldwijde recessie schaadt ook Moskou.

Israël kan hierbij ook niet onbesproken blijven. Als Jeruzalem een akkoord ziet als cosmetisch of als Iran nucleaire capaciteit behoudt die Israël onaanvaardbaar vindt, kan een vergelijk tussen Teheran en Washington al snel op de klippen lopen. Proxies vergroten dat risico. De markten snakken naar een simpel verhaal – akkoord, olie omlaag, risk-on – maar de gebeurtenissen in het Midden-Oosten ontvouwen zich zelden lineair.

De marktkanalen waarlangs de reacties op een akkoord lopen zijn wel vrij helder. Lagere Hormuzspanning drukt Brent, Europese gasprijzen, transportkosten en inflatieverwachtingen omlaag. Dat helpt de Europese industrie, olie-importerende opkomende markten, luchtvaart, chemie, transport en consumentenvertrouwen. Het kan rentes omlaag duwen en groeiaandelen ondersteunen. Omgekeerd houdt aanhoudende spanning energieaandelen, goud en de dollar aantrekkelijker, maar vergroot ze de druk op Europa, Japan, India en andere kwetsbare importeurs van fossiele brandstoffen.

AI – schuldenpanacee of nagel aan de doodskist

Als Hormuz de angstknop is, is AI de hoopknop. Markten kunnen veel negeren wanneer zij geloven dat een nieuwe technologie winstmarges en productiviteit structureel optilt. Dat gebeurde bij spoorwegen in de negentiende eeuw, elektriciteit rond 1900, auto's in de jaren twintig, computers en internet in de jaren negentig. De cyclus is bekend: technologische doorbraken, hoge verwachtingen, kapitaalexplorie, winnaars, lijken in de kast, uiteindelijk productiviteitsgroei – maar vaak later en ongelijker dan vaak gedacht.

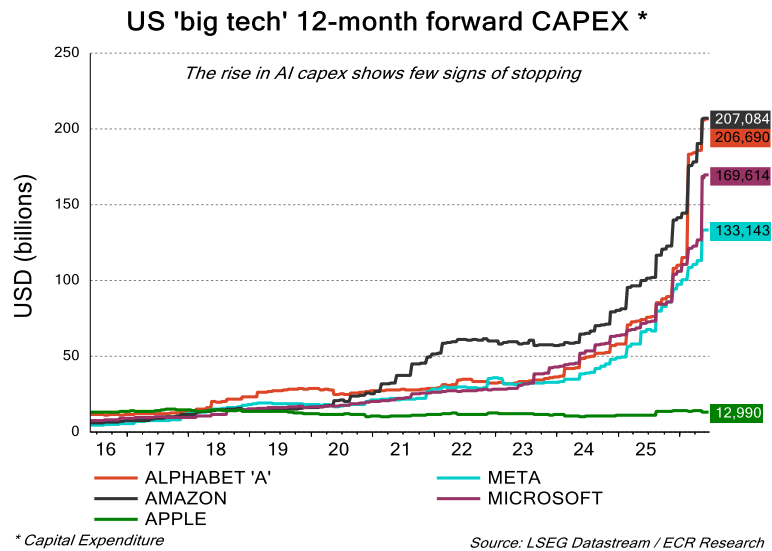
De AI-rally heeft een solide basis, maar de vraag is of huidige marktprijzen correct inschatten waar de waardecreatie uiteindelijk landt, hoe snel productiviteit zichtbaar wordt en hoeveel kapitaal moet worden verbrand om daar te komen.

Het optimistische verhaal is krachtig. AI verhoogt softwareproductiviteit, versnelt R&D, verbetert logistiek, automatiseert administratie, versterkt defensie- en inlichtingenapparaten en vergroot marges bij bedrijven die data, distributie en rekencapaciteit combineren. Als dat breed doorsijpelt, kan door hogere reële groei de nominale schuld draaglijker worden. In zo'n wereld zijn hogere rentes geen teken van angst, maar deels de prijs die betaalt wordt voor structureel hogere groei.

Het kwetsbare verhaal is echter ook sterk. AI kan voorlopig vooral blijven hangen bij enorme investeringen die gestoken worden in datacenters, chips, stroom, koeling, glasvezel en



transformatoren. Als AI eerst de kapitaalvraag, stroomvraag en infrastructuurknelpunten vergroot voordat zij productiviteit breed verhoogt, kan zij inflatoir en renteverhogend werken.



De politieke invalshoek is hier onontkoombaar. Exportbeperkingen bepalen wie toegang heeft tot geavanceerde chips. ASML-machines, Taiwanese foundries, Amerikaanse GPU's, Chinese alternatieven, Europese vergunningen, energiecontracten en netcapaciteit vormen samen een complexe, strategische waardeketen. AI is bovendien dual-use: civiele, financiële, militaire, cyber-, surveillance-, propaganda- en logistieke toepassingen lopen door elkaar. Daarom laten grootmachten de AI-keten niet aan de vrije markt over. De markt mag AI behandelen als pot goud aan het einde van de regenboog; staten behandelen AI als de ultieme machtssleutel.

De ECB waarschuwde in elk geval deze week dat geconcentreerde exposure, hoge waarderingen, private markets en geopolitieke risico's schokken op de markten kunnen aanzwengelen en versterken. De ECB is bij lange na niet de enige die grote AI-risico's ziet. Drie Nederlandse instanties spraken in tegelijk verschenen, afzonderlijke rapporten allemaal met angst en beven over Mythos, het nieuwe AI-model van Anthropic, dat in een mum van tijd software-achilleshielen kan detecteren én misbruiken. Ook uitten de drie organisaties allen hun zorgen over de gevaren verbonden aan de torenhoge waarderingen voor AI-gerelateerde bedrijven.

Sowieso moet niet vergeten worden dat de AI-hype inmiddels via vele tentakels diep in economie en markten grijpt via leningen, infrastructuurfondsen, verzekeraars, pensioenfondsen, utilities, vastgoed, stroomcontracten en grondposities. Als het AI-verhaal hapert, zet dit op veel meer dan alleen de Nasdaq een rem.

AI kan het krakende schuldenhuis renoveren als de productiviteit breed stijgt. Hogere reële groei maakt schuld draaglijker. Maar AI kan ook de scheuren in het huis vergroten als kapitaalvraag en



energie-investeringen te ver vooruit lopen op stijgende productiviteit. De technologie die de oplossing belooft, kan ook de nagel aan de doodskist blijken.

Het inflatiespook waart weer rond

We stipten hierboven al aan dat AI een belangrijke factor is voor het inflatieplaatje. De inflatie anno 2026 laat zich niet netjes vatten in een monetair model. Zij hangt samen met zeestraten, pijpleidingen, protectionisme, militaire strategie, supermachtenrivaliteit, migratiedebatten, handelstarieven, begrotingswetten, datacenters en andere AI-gerelateerde zaken.

De Fed kan geen tanker door Hormuz sturen. De ECB kan geen Qatarees LNG omleiden. De Bank of England kan geen chips produceren. Centrale banken zijn belangrijk, maar zij lijken de regie vaak kwijt en vooral als brandweer te functioneren als de brand al is uitgeslagen.

Dat centrale banken regelmatig achter de feiten aanlopen, komt mede doordat de bronnen van prijsdruk politiek(er) zijn geworden. Politieke inflatie is potentieel hardnekkiger dan cyclische inflatie. Zij verdwijnt niet vanzelf wanneer consumenten wat minder uitgeven. Zij zit in keuzes over veiligheid, soevereiniteit, energie, handel, migratie en wie uiteindelijk de rekening betaalt.



Dat maakt haar gevaarlijker voor markten dan een gewone oververhittingsfase. Een economie die te hard groeit en een consument die te veel uitgeeft kunnen worden geremd. Een zeestraat die onder militaire druk staat, een handelsblok dat zich terugtrekt achter tariefmuren, een continent dat plotseling zijn defensie-industrie moet opbouwen en een technologiesector die steeds meer stroom opslokt: dat is andere koek.



Over die techsector gesproken, AI is zoals gezegd een potentieel bepalende inflatiefactor. Software die efficiënter werkt, modellen die taken overnemen, bedrijven die sneller produceren: dat kan op termijn prijzen drukken en productiviteit verhogen. Echter, datacenters vragen stroom, water, grond, transformatoren, glasvezel, koeling, chips en vergunningen. De digitale droom rust op betonnen en metalen fundamenten. In regio's met bijvoorbeeld netcongestie of hoge energieprijzen kan AI-infrastructuur de kosten juist opdrijven voordat zij efficiëntie oplevert.

Als AI snel zichtbaar wordt in brede productiviteitscijfers, krijgen centrale banken en begrotingen hulp. Dan kan hogere groei een deel van de inflatie- en schuldstress absorberen. Echter, dezelfde hype die aandelen draagt, kan ook via onder meer energie, kapitaalvraag en infrastructuurtekorten druk zetten op het macroverhaal dat die waarderingen moet rechtvaardigen.

Naast AI is de geopolitiek nu een geduchte inflatiefactor. Hormuz is natuurlijk het meest voor de hand liggende voorbeeld. Zolang de route militair en verzekeringstechnisch onzeker blijft, zit er een geopolitieke toeslag op energie. Die toeslag werkt door in benzine, gas, kunstmest, transport, voedsel, industriële marges, inflatieverwachtingen en rentecurves.

Een akkoord tussen Washington en Teheran kan die toeslag snel drukken. Toch is de eerste prijsreactie zelden het hele verhaal. Voor inflatie telt niet alleen of politici een akkoord aankondigen, maar of schepen veilig varen, verzekeraars premies verlagen, reders terugkeren, havens capaciteit normaliseren en energiebedrijven weer contracten durven sluiten alsof de route betrouwbaar is.

Het is mogelijk dat ondanks een akkoord markten (en inflatie) gevoelig blijven voor elke drone, mijn, sabotageactie, Israëlische waarschuwing of Iraanse dreiging. Dan moeten markten en economieën voorlopig blijven leven met energieprijzen die niet alleen vraag en aanbod weerspiegelen, maar ook angst.

China eist in het inflatieverhaal ook een belangrijke rol op. Het land oefent via overcapaciteit neerwaartse druk uit op goederenprijzen. Auto's, batterijen, zonnepanelen, machines: Chinese producenten houden de mondiale goedereninflatie laag en maken op deze wijze het werk van centrale banken in zekere zin wat makkelijker.

Maar die 'hulp' komt wel met een politieke nasmaak. Europese en Amerikaanse producenten zien marktaandeel, marges en banen onder druk komen. Regeringen reageren met heffingen, subsidies, lokale productie-eisen en industriepolitiek. China exporteert dus niet alleen deflatoire krachten, maar roept ook politieke tegenreacties op.

Dit alles is onderdeel van de nieuwe 'handelsinflatie'. Zij ontstaat niet doordat globalisering verdwijnt, maar doordat globalisering selectiever, regionaler en strategischer wordt. Bedrijven bouwen dubbele productieketens. Overheden willen kritieke productie dichterbij huis. Voorraden worden verhoogd. Efficiëntie maakt plaats voor robuustheid. Dat is begrijpelijk na pandemie, oorlog en sancties. Het is ook duurder.



Defensie is onderdeel van en versterkt die beweging. Europa moet munitie, luchtverdediging, drones, cybercapaciteit, satellieten, maritieme bescherming en industriële reserves opbouwen. De VS willen hun militaire-technologische voorsprong behouden. Azië bewapent zich razendsnel vanwege o.a. wantrouwen tegenover China.

Op lange termijn kunnen defensie-investeringen innovatie en industriële capaciteit versterken. Op korte termijn vecht zij om dezelfde schaarse middelen als de rest van de economie: technici, elektronica, chips, staal, energie, publieke middelen. Een raketinstallatie concurreert met een windpark om componenten, met een autofabriek om ingenieurs en stroom en met de zorg om belastinggeld.

Defensie-uitgaven komen zelden in plaats van bestaande beloften; ze komen erbovenop. Politici willen herbewapening zonder bezuinigingen, industriebeleid zonder verliezers en koopkrachtsteun zonder fiscale consequenties.

Bij elke energiepiek, handelsschok of koopkrachtklap grijpen regeringen in. Dat is democratisch logisch; of beter gezegd, dat is electoraal gezien begrijpelijk, aangezien politici doorgaans herkozen willen worden en dus geen ontevreden stemmers willen. De vorm van steun bepaalt de opbrengst/schade. Gerichtte steun kan verantwoord de pijn dempen, maar brede prijsplafonds, algemene kortingen en permanente subsidies schuiven de problemen alleen maar vooruit en verergeren deze vaak. Ze houden vraag in stand, verbergen schaarste en verschuiven de rekening naar de staat.

Zo wordt energiepijn bijvoorbeeld begrotingspijn. Begrotingspijn wordt obligatiemarktpijn. Hogere rentelasten geven politieke pijn door het beperken van de ruimte voor defensie, zorg, klimaatadaptatie en belastingverlaging. Kiezers krijgen te maken met slechtere publieke diensten, hogere lasten en minder koopkrachtsteun. Populisten – die zelden met structurele oplossingen komen – kunnen dan wortel schieten, waardoor een negatieve spiraal kan ontstaan.

Voor centrale banken ontstaat een uiterst lastig speelveld. Daalt de olieprijs door Hormuz-opluchting, dan lonkt versoepeling. Blijven inflatie- en loonstijgingen, defensiekosten, importtarieven en begrotingsdruk hardnekkig, dan is snelle versoepeling riskant. Houden centrale banken de rente hoog, dan stijgen schuldenlasten, vastgoedstress en politieke druk.

De marktvaart is dus niet of inflatie simpelweg stijgt of daalt. De vraag is welk type prijsdruk de boventoon voert en welke politieke reactie volgt. "Goed inflatienieuws" kan misleidend zijn. Een lagere olieprijs door duurzame normalisering rond Hormuz is echt goed nieuws. Een lagere goederenprijs door Chinese dumping kan nieuwe handelsconflicten uitlokken. En lagere energierekeningen door subsidies kunnen de obligatiemarkt juist nerveuzer maken.

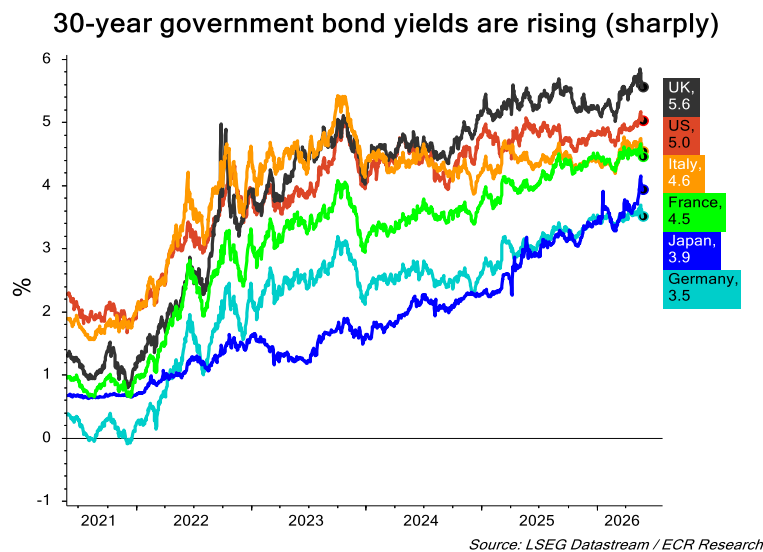
De wereld probeert meer veiligheid, meer technologische vooruitgang, meer industriële autonomie en meer sociale bescherming te kopen in een tijd van hogere rentes en beperktere begrotingsruimte. Dat kan, maar de prijs die daarvoor betaald moet worden, kan wel eens pijnlijk hoog uitvallen.



Tikkende tijdbom

Schuld is de traagste variabele in dit verhaal; Hormuz schreeuwt. Al schittert. Schuld tikt. Zolang de coupon betaald wordt, lijkt schuld een boekhoudkundig probleem. Een cijfer voor begrotingspecialisten, rating agencies en oppositiepartijen. Tot de rente stijgt. Dan beweegt schuld van achtergrondgeluid naar de voorgrond. Niet meteen met luid trompettergeschal. Eerst via kleine verschuivingen: een zwakkere obligatieveiling, een ratingwaarschuwing, begrotingsregels die wat worden opgerekt. Maar vervolgens kan het hard gaan. Vraag maar aan Liz Truss.

De kern is eenvoudig. Ontwikkelde economieën hebben hun begrotingsbalansen jarenlang behandeld als schokdempers. Financiële crisis? De staat vangt op. Pandemie? De staat betaalt. Energiecrisis? De staat compenseert. Oorlog? De staat bewapent. Industriepolitiek? De staat subsidieert. Klimaatadaptatie? De staat investeert. Vergrijzing? De staat belooft. Dat werkte zolang rente laag was en centrale banken een groot deel van de risico's opslokten. Die wereld is voorbij. Dat wil niet zeggen dat morgen overal een schulden crisis uitbreekt, maar wel dat de ruimte om fouten te maken almaar kleiner wordt.



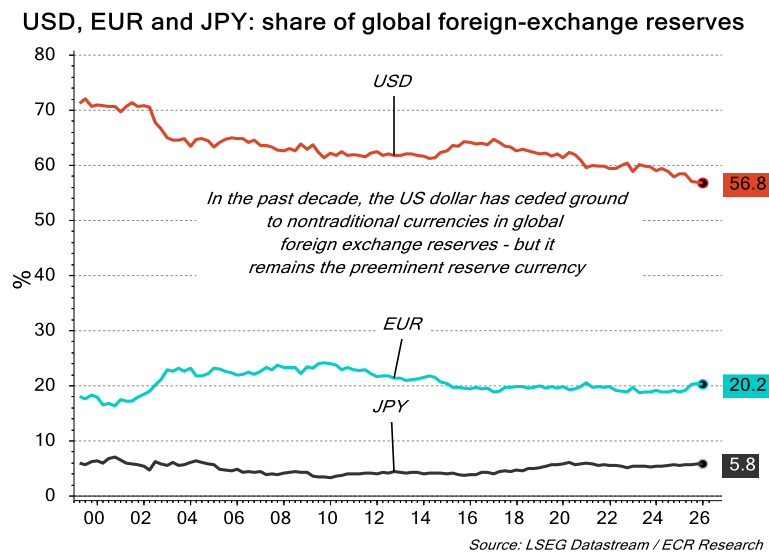
De geopolitieke context vergroot dit gevaar. Staten moeten weer dingen betalen die ze decennialang goedkoop en/of vanzelfsprekend vonden: energiezekerheid, munitievoorraden, luchtverdediging, cybercapaciteit, strategische voorraden, grensbewaking, klimaatbescherming enz. De vredesdividendwereld gaf politici ruimte om belastingen laag te houden, sociale beloften te vergroten en defensie te veronachtzamen. De nieuwe wereld presenteert de drievoudige rekening in één keer.

Schuld is ook een geopolitieke variabele. Een land met hoge schuld kan nog steeds rijk, machtig en geloofwaardig zijn. Maar het koopt minder soepel tijd. Het reageert trager op energiecrises. Het bewapent moeizamer. Het heeft minder ruimte voor belastingverlagingen wanneer kiezers boos



worden. Het wordt afhankelijker van de gemoedstoestand op de obligatiemarkt. En die stemming wordt in een wereld van oorlog, inflatie en zware schulduitgifte minder vergevingsgezind.

De VS zijn het middelpunt. Treasuries zijn nog steeds het belangrijkste onderpand van het mondiale financiële systeem. De dollar blijft de wereldreservemunt. Dat geeft Washington uitzonderlijke maar geen onbeperkte ruimte.



De Amerikaanse begrotingstekorten zijn en blijven structureel te hoog (afgelopen jaar ging het richting de 6% van het BBP). De overheidsschuld ligt inmiddels op 120% en blijft maar oplopen en de nettorentelasten lopen de komende jaren op van ruim 3% naar 4,1-4,6% van het BBP. Een land met hoge schuld, hoge rentelasten en politieke polarisatie zal steeds meer moeite moeten doen om beleggers te overtuigen dat ze voor lange looptijden genoeg nemen met weinig rente.

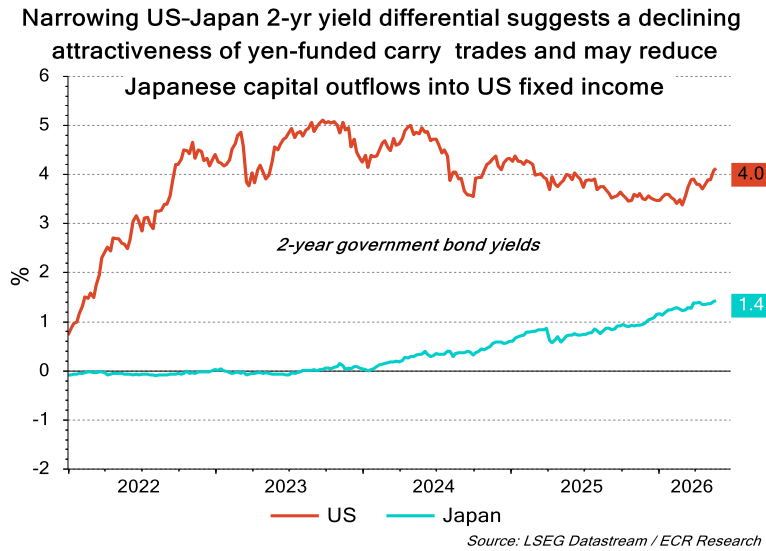
Daarbij komt dat de markt voor staatsobligaties van karakter verandert. Voorheen stonden centrale banken vaak klaar als grote, geduldige kopers in de markt. Nu bouwen centrale banken hun balansen af. Daardoor moeten overheden een groter deel van hun schuld verkopen aan beleggers die veel minder geduldig zijn, waaronder vermogensbeheerders, hedge funds en buitenlandse kopers.

Deze kopers kijken scherper naar inflatie, begrotingstekorten, politieke chaos en liquiditeit. Als het vertrouwen daalt, kunnen ze sneller verkopen of hogere rente eisen. Wat vroeger deels werd opgevangen door centrale banken, komt nu harder op de markt terecht. Daardoor krijgen regeringen minder speelruimte.

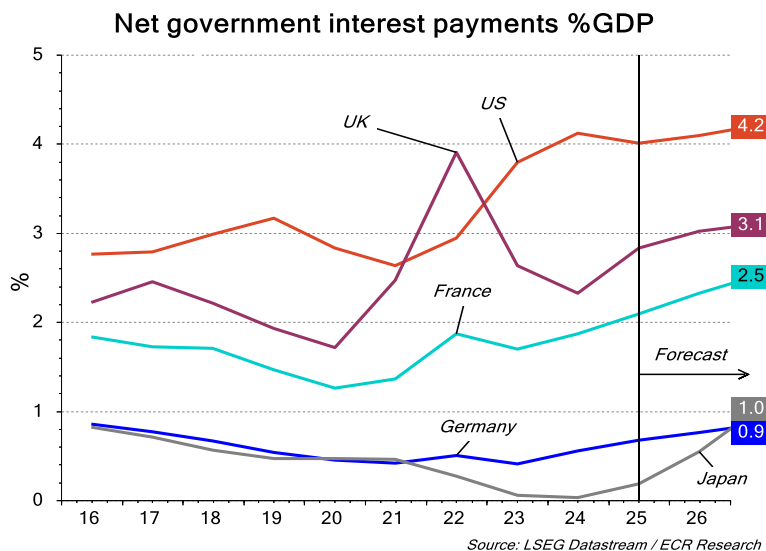
Japan, het VK, Frankrijk, Italië en Duitsland laten elk op hun eigen manier zien hoe schuld weer politiek wordt. Japan gold jarenlang als bewijs dat een land met zeer hoge schuld toch rustig kan blijven financieren, zolang de schuld vooral binnenlands gefinancierd wordt, inflatie laag blijft en de centrale bank de markt dempt. Nu lonen, inflatie en rentes zijn opgelopen, beweegt ook Japan. Hogere Japanse



rentes kunnen internationale kapitaalstromen beïnvloeden doordat Japanse beleggers minder noodzaak voelen om rendement in buitenlandse obligaties te zoeken.



Het VK vormt een Europese waarschuwing. De giltmarkt dwingt discipline af zodra inflatie, politiek en begroting botsen. De Britse staatsschuld stond eind maart 2026 op 94% van het BBP, een niveau dat voor het laatst begin jaren zestig werd gezien. De renterekening steeg van £39 miljard in 2019-20 naar £106 miljard in 2024-25, ofwel van 1,7% naar 3,6% van het BBP. Dit vreet aan ruimte voor defensie, zorg, infrastructuur en belastingverlaging.



Ook in Frankrijk vormen hoge financieringsbehoeften, olopende rentelasten en politieke fragmentatie een gevaarlijke combinatie. Zelfs Duitsland baart zorgen door jarenlang te weinig investeringen in defensie, infrastructuur, energie en industrie.



Overheden moeten dus meer geld ophalen, terwijl markten kritischer zijn. Daarbij loopt de markttransmissie via vier kanalen.

- » **De discontovoet.** Hogere lange rentes maken toekomstige winsten minder waard en zetten daarmee neerwaartse druk op vooral groeiaandelen.
- » **Crowing out.** Meer rente betekent minder ruimte voor defensie, energie-infrastructuur, zorg, klimaatadaptatie en belastingverlaging. Dat raakt niet alleen de economie, maar ook politieke stabiliteit.
- » **Risicopremies.** Wanneer markten geloven dat een regering geen geloofwaardig en houdbaar financieel pad bewandelt, vragen zij meer vergoeding. Die hogere rente verslechtert het pad vervolgens verder.
- » **Centrale-bankbeleid.** Hoge schuld verhoogt de verleiding tot monetaire financiering. Niet per se via openlijke instructies vanuit de politiek. Vaker via benoemingen, publieke druk, begrotingsretoriek en de impliciete vraag of prijsstabiliteit echt boven financierbaarheid staat. Als beleggers denken dat centrale banken inflatie langer laten oplopen om begrotingen te ontzien, zullen lange rentes (snel) oplopen.

Schulden zijn zo de onderliggende kracht die alle andere variabelen op de kop kunnen zetten. Hormuz kan een inflatieschok veroorzaken. AI kan de groei een boost geven. China kan deflatie en handels- en politieke spanningen veroorzaken. Europa kan investeren of blijven dralen. Maar schuld bepaalt hoeveel fouten het systeem uiteindelijk kan verdragen.

In het gunstige scenario blijft schuld beheersbaar omdat groei verrast, energieprijzen stabiliseren of dalen en centrale banken geloofwaardig blijven. Dan is schuld hooguit een rem, maar geen muur waarop landen zich te pletter rijden. In een 'middenwegscenario' blijft schuld permanente druk uitoefenen op multiples, begrotingen en valuta's. In het negatieve scenario vallen energie-inflatie, hogere yields en begrotingsstress samen en vormen schulden, geopolitiek en inflatie een giftige cocktail voor markten met een nieuwe kredietcrisis tot gevolg.

Vier routes

Financiële markten moeten de komende kwartalen zeker vier grote krachten tegelijk wegen: geopolitiek risico, inflatiedruk, schuldhoudbaarheid en AI-optimisme. Die krachten staan niet los van elkaar. Hormuz beïnvloedt olie. Olie beïnvloedt inflatieverwachtingen. Inflatie beïnvloedt centrale banken. Centrale banken beïnvloeden obligaties. Obligaties beïnvloeden aandelenwaarderingen. AI beïnvloedt winstgroei, productiviteitsverwachtingen en kapitaalvraag. De markt handelt dus niet op één verhaal, maar springt tussen verhalen – en verbindt ze telkens opnieuw.



Welk verhaal wint, wordt voor een belangrijk deel politiek bepaald. De situatie rond Iran en Hormuz hangt af van Washington, Teheran, Israël, de Golfstaten en regionale proxies. AI wordt mede gestuurd door o.a. exportbeperkingen, Taiwan, energievergunningen, netcongestie, maatschappelijk wantrouwen en de rivaliteit tussen Amerika en China. Inflatie wordt beïnvloed door tarieven, defensie-uitgaven, migratie, klimaatbeleid en centrale-bankonafhankelijkheid. Schulden hangen af van begrotingskeuzes, verkiezingen en de bereidheid van kiezers om pijn te accepteren.

Op dit politieke en economische canvas tekenen zich vier scenario's af.

Broze doorvaart — kans circa 45%

Dit is het basisscenario. Het is het meest waarschijnlijk, omdat het het minste vergt: geen volledige doorbraak, maar genoeg diplomatieke voortgang om acute paniek te verminderen; geen echte regionale vrede, maar wel herstellende doorvaart van Hormuz; geen AI-productiviteitswonder, maar wel genoeg megatechgroei om het aandelenverhaal levend te houden; geen obligatiecrisis, maar wel aanhoudende rentedruk.

Er komt in dit scenario diplomatieke vooruitgang rond Iran en Hormuz, of in elk geval genoeg zicht op een voorlopig raamwerk dat schepen vaker varen, verzekeringspremies dalen en energieprijzen zakken vanaf paniekniveaus. Dat geeft Europa, Japan, India en andere energie-importeurs lucht. Centrale banken hoeven minder bang te zijn voor een directe energie-inflatieschok.

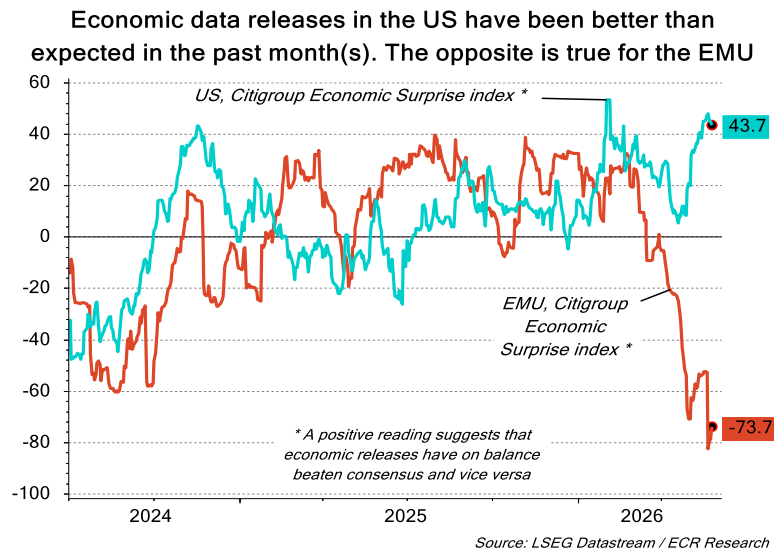
Maar de adempauze is duur en onvolledig. Een voorlopig akkoord met Teheran is geen regionale vrede. Israël blijft wantrouwend. Iran heeft laten zien dat Hormuz, drones, raketten en proxies krachtige hefboommiddelen/wapens zijn. De Amerikaanse koers blijft grillig. Rusland en China hebben belang bij een Amerika dat strategisch wordt afgeleid, al betekent dat niet dat zij elke escalatie actief zullen aanwakkeren. De geopolitieke risicopremie op energie verdwijnt dus niet, maar wordt lager dan op het hoogtepunt van de crisis.

AI houdt in dit scenario vooral in de VS de winstverwachtingen overeind. Grote technologiebedrijven blijven omzetgroei tonen, de vraag naar chips en cloudcapaciteit blijft sterk en beleggers blijven geloven dat productiviteitswinst in het verschiet ligt. Tegelijk wordt de markt selectiever en kritischer door de enorme AI-investeringen, het stroomverbruik, chiprestricties en mede omdat financiering steeds meer richting schuld en private credit verschuift.

Voor aandelen is dit een redelijke, maar hobbelige omgeving. Amerikaanse aandelen blijven relatief sterk door AI, schaal en kapitaalmarktdiepte. Europa kan tactisch outperformen wanneer energieprijzen dalen, maar structurele outperformance vraagt meer dan goedkopere olie: snellere vergunningen, betere energie-infrastructuur, defensiecapaciteit, kapitaalmarktverdieping en hogere productiviteit. Obligaties blijven in een lastig parket. In acute stress bieden Treasuries en Bunds



bescherming, maar structureel hoge tekorten, defensie-uitgaven en rentelasten maken lange duration kwetsbaar.



De reden dat dit scenario bovenaan staat, is dat het aansluit bij de politieke basislijn: alle partijen hebben belang bij minder escalatie, maar onvoldoende vertrouwen en te veel binnenlandse beperkingen (zoals machtige hardliners in beide kampen) om tot echte normalisatie te komen. Het is dus geen middenweg uit gemakzucht, maar de meest plausibele uitkomst van wederzijdse vermoeidheid zonder wederzijds vertrouwen.

Volle vaart — kans 20-25%

Dit is het positieve scenario. Hormuz normaliseert sneller dan verwacht, olie- en LNG-prijzen dalen verder, inflatieverwachtingen zakken en centrale banken krijgen ruimte. Tegelijk blijft AI-winstgroei sterk en verschijnen meer signalen dat AI bredere productiviteitswinst oplevert.

Twee opluchtingen vallen dan dus samen: de geopolitieke energiepremie daalt en het technologie-optimisme blijft intact. Dat is krachtige brandstof voor risk-on. Amerikaanse megatech blijft leidend, maar de rally verbreedt. Europa profiteert bovengemiddeld van lagere energieprijzen en dalende risicopremies. Luchtvaart, chemie, transport en energie-intensieve industrie krijgen adem. De dollar kan verzwakken als de vlucht naar liquiditeit afneemt en Amerikaanse yields dalen door lagere inflatieverwachtingen. De euro krijgt ruimte voor herstel, vooral als Europa beleidsmatig geloofwaardiger oogt. Goud kan corrigeren.

Dit scenario is minder waarschijnlijk dan het eerste, omdat het veel goede uitkomsten tegelijk vereist. Een akkoord met Iran moet standhouden. Israël moet zich erin kunnen vinden of in elk geval afzien van unilaterale escalatie. Iran moet Hormuz niet opnieuw als dwangmiddel inzetten. De VS moeten



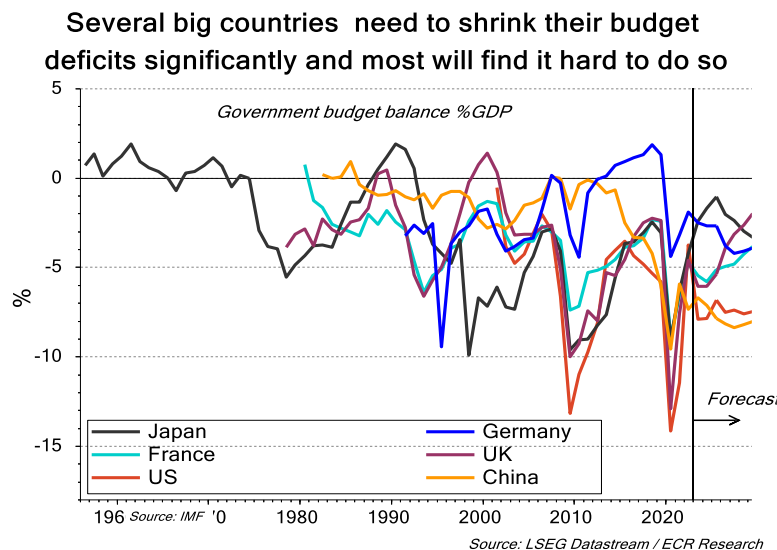
militaire en diplomatieke signalen consistent houden. Al moet rendement laten zien op geïnvesteerd kapitaal. Centrale banken moeten ruimte krijgen om te versoepelen zonder hun geloofwaardigheid op het spel te zetten. Die combinatie is mogelijk, maar de lat ligt hoog. De recente feiten wijzen eerder op broosheid dan op vloeiende normalisatie. Daarom verdient dit scenario een serieuze, maar geen dominante kans.

Naderende obligatiestorm – kans 20-25%

In dit negatieve scenario blijft Hormuz kwetsbaar en/of daalt de olieprijs onvoldoende en lopen elders de geopolitieke spanningen ook op (zoals mogelijk in Oekraïne en rondom Taiwan). Inflatieverwachtingen blijken hardnekkig hoog door opgelopen energieprijzen, importtarieven, stijgende lonen en fiscale verruiming. Overheden blijven (te) veel uitgeven. Obligatiebeleggers vragen meer vergoeding, omdat de combinatie van hoge schulduitgifte, hoge rente en politieke beloftes steeds meer begint te wringen.

Dit scenario is bijna even waarschijnlijk als het positieve scenario, omdat de onderliggende schuld- en renteproblemen al bestaan en geen nieuwe geopolitieke schok nodig hebben.

De marktimplicatie is duidelijk: druk op groeiaandelen en andere lange-duration-assets. Megatech hoeft niet te breken, maar de lat voor winstgroei en rendement komt hoger te liggen. Banken kunnen profiteren van hogere rentes, maar vastgoed, private credit en high yield worden kwetsbaarder. Goud en de dollar krijgen steun. Langlopende staatsobligaties bieden alleen bescherming als groeivrees sterker wordt dan inflatie- en schuldvrees. Anders worden cash, korte duration en liquiditeit aantrekkelijker.





Dit scenario is vooral gevaarlijk omdat het geen spectaculaire trigger nodig heeft. Het kan ontstaan uit geleidelijke verslechtering: tegenvallende obligatieveilingen, hardnekkige inflatiecijfers, hogere aflossings- en rentelasten en politieke onwil om tekorten in toom te houden.

Geopolitiek aan het roer — kans 10-15%

In dit vierde en laatste scenario loopt een akkoord rond Hormuz stuk door een inspectiecrisis rond verrijkt uranium, Israëliëse actie, Iraanse hardliners, proxy-aanvallen, mijnen, drones, cyberoperaties of een draai in Washington. Olie en LNG stijgen opnieuw. Verzekeringspremies lopen op. Inflatievrees keert terug. Centrale banken worden voorzichtiger. Europese industrie krijgt opnieuw klappen. Energie-importerende opkomende markten worden kwetsbaar. De dollar profiteert van liquiditeitsvraag, terwijl lange rentes heen en weer worden geslingerd tussen inflatievrees en groeischaad.

Dit scenario krijgt een lagere kans dan de eerste drie, omdat alle hoofdrolspelers sterke redenen hebben om totale escalatie te vermijden. Washington wil geen eindeloze oorlog met de midterms in aantocht en al volop aanwezige onvrede over 'the cost of living'. Teheran heeft economische lucht nodig. De Golfstaten willen rust. China wil stabiele energie-importen. Zelfs Israël kan uiteindelijk niet ongestraft blijven doordenderen.

Maar ontsporing valt niet geheel uit te sluiten door de vele veto-spelers en kanalen waarlangs het toch fout kan lopen. Eén drone-aanval, mislukte inspectie, Israëliëse strike, Amerikaanse binnenlandse draai of maritiem incident kan de markt snel weer de stuipen op het lijf jagen. Recente olieprijsbewegingen na nieuwe aanvallen van beide kanten laten zien hoe gevoelig de markt blijft voor militaire signalen.

Dit negatieve scenario leidt tot volop risk-off op markten. Energiebedrijven, defensie, goud en sommige grondstoffen profiteren. Europese cyclische waarden en energie-intensieve sectoren komen onder grote druk. AI-aandelen dalen door hogere rentes en lagere risicobereidheid. Treasuries en Bunds winnen.

Dromen mag

Het meest waarschijnlijke pad is geen euforie en geen crisis, maar **Broze doorvaart**. Hormuz kan deels normaliseren en AI kan aandelen blijven ondersteunen, maar de geopolitieke premie verdwijnt niet volledig en obligatiemarkten blijven de bovengrens bepalen. Dit scenario is het meest waarschijnlijk omdat het weinig heldhaftige aannames vereist: alle partijen willen minder escalatie, maar niemand vertrouwt de ander genoeg voor echte normalisatie.



Het positieve scenario **Volle vaart** vraagt dat geopolitieke opluchting en AI-productiviteit elkaar versterken. Dat kan, maar daarvoor moet veel tegelijk goed gaan. Het negatieve scenario **Naderende obligatiestorm** begint wanneer obligatiemarkten de rekening van inflatie, tekorten en schuldendienst gaan afdwingen. Het staartscenario **Geopolitiek aan het roer** ontstaat wanneer geopolitiek opnieuw met een schok de regie grijpt.

De aandelenmarkt mag dromen van datacenters in de ruimte. Maar op aarde moeten schepen varen, energie betaalbaar blijven en overheden de rente kunnen betalen...

DISCLAIMER

© ECR Research BV, The Netherlands. All rights reserved. No parts of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording or otherwise, without the prior written consent of the copyright owner. This publication is intended as general background information and not as definitive recommendation. The publishers and authors accept no liability whatsoever for any damage that may be incurred in connection with this publication should you consider concluding transactions on the basis of information supplied in this report.